

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/157023>

Please be advised that this information was generated on 2017-12-05 and may be subject to change.

Bescherming van derivatenbeleggers via een afgescheiden vermogen in de Wet giraal effectenverkeer

NTBR 2016/17

Met de Wijzigingswet financiële markten 2016 wordt onder meer beoogd een afgescheiden vermogen in te voeren ter bescherming van de belegger die door middel van een tussenpersoon derivaten verkrijgt. Met wetswijzigingen als deze komen steeds meer *ad hoc* geregelde afgescheiden vermogens in het Nederlandse recht voor. Wat houdt de nieuwe regeling ter bescherming van derivatenbeleggers civielrechtelijk in en hoe verhoudt zij zich tot de bestaande regeling in de Wet giraal effectenverkeer?

1. Inleiding

Wanneer de Wijzigingswet financiële markten 2016 ("Wijzigingswet")² op 1 april 2016 in werking treedt,³ is het Nederlandse recht een afgescheiden vermogen rijker. Met de Wijzigingswet wordt onder meer beoogd een afgescheiden vermogen in te voeren ter bescherming van de belegger die door middel van een tussenpersoon⁴ derivaten verkrijgt. De regeling van dit afgescheiden vermogen krijgt een plaats in de Wet giraal effectenverkeer (Wge). Dat is opmerkelijk, omdat de reeds in de Wge neergelegde beleggersbescherming voor andere financiële instrumenten *niet* in de vorm van een afgescheiden vermogen is gegoten, hoewel daar vanuit de rechtswetenschap *wel* op is aangedrongen.⁵ Meer

in het algemeen is wel gepleit voor invoering van een algemene regeling van een (*trust*-figuur met een) afgescheiden vermogen.⁶ Tot op heden zonder resultaat, maar met wetswijzigingen als deze komen steeds meer *ad hoc* geregelde afgescheiden vermogens in het Nederlandse recht voor.⁷ Het is daarom ook voor privaatrechtjuristen die zich niet (*primaire*) bezighouden met het financiële recht van belang om kennis te nemen van deze wijziging van de Wge, waarbij ik hieronder kort stilsta. Wat houdt de nieuwe regeling ter bescherming van derivatenbeleggers civielrechtelijk in en hoe verhoudt zij zich tot de bestaande regeling in de Wge? Ik zal de wetswijziging niet uitputtend behandelen, daarvoor verwijs ik naar andere publicaties.⁸

2. Achtergrond Wge en vermogensscheiding

Doel van de in 1977 ingevoerde Wge is het wettelijk regelen van giraal effectenverkeer en het beschermen van de belegger tegen het risico zijn effecten te verliezen⁹ door oneigenlijke vermenging, zoals zich dat voordeed in de casus die ten grondslag lag aan het arrest Teixeira de Mattos.¹⁰ Het ging daarbij in eerste instantie om effecten aan toonder (zoals aandelen aan toonder in een NV of obligaties aan toonder).¹¹ Sinds 2000 kunnen ook verhandelbare effecten op naam (zoals aandelen op naam in een BV¹² of NV of obligaties op

1 Citeerwijze: V. Tweehuysen, 'Bescherming van derivatenbeleggers via een afgescheiden vermogen in de Wet giraal effectenverkeer', NTBR 2016/17, afl. 4. Valérie Tweehuysen is als universitair docent burgerlijk recht verbonden aan het Onderzoekscentrum voor Onderneming & Recht aan de Radboud Universiteit en als *professional support lawyer* aan Loyens & Loeff te Rotterdam.

2 Wet van 29 oktober 2015 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten op het terrein van de financiële markten (Wijzigingswet financiële markten 2016), Stb. 2015, 428. Zie ook *Kamerstukken II*, 2014/15, 34198; *Kamerstukken I* 2015/16, 34198.

3 Niet alle onderdelen van de wet treden op die datum in werking, maar de voor dit stuk relevante onderdelen wel, Stb. 2015, 504, art. 1.

4 Beleggingsonderneming, bank of clearinginstelling, zie de meer uitgebreide definitie in art. 49f onder g Wge.

5 M.P. Van den Hoek, 'Wge moet af van "mede-eigendom"', WPNR 2003, p. 432-438; B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht. Een studie naar enkele goederenrechtelijke aspecten van de Wet giraal effectenverkeer* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006 ("Schim 2006"), p. 127-128, 205-207; C.A.E. Uniken Venema, 'Dematerialisatie van beursgenoteerde effecten', *Ondernemingsrecht* 2008/21 ("Uniken Venema 2008"); C.A.E. Uniken Venema, 'Over afschaffing van toondereffecten en over de beperkte dematerialisatie en enkele andere onderwerpen in het Wge-wijzigingsontwerp 2009', *Ondernemingsrecht* 2009/157 ("Uniken Venema 2009"), par. 9. Vgl. ook de gemeenschapsfiguur (versus het afgescheiden vermogen) bij kwaliteitsrekeningen, zie *Asser/Bartels & Van Mierlo 3-IV* 2013/574, 578; N.E.D. Faber, 'Eigendom ten titel van beheer, kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen', in: D.J. Hayton e.a., *Vertrouwd met de trust. Trust and trust-like arrangements*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1996, p. 195-262 ("Faber 1996"), p. 212; A. Steneker, *Kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen*, Deventer: Kluwer 2005 ("Steneker 2005"), p. 253-254, 290-291; vgl. J.J. van Hees, 'De balans van de kwaliteitsrekening', in: N.E.D. Faber e.a. (red.), *Fiduciaire verhoudingen. Libellus amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann*, Deventer: Kluwer 2007, p. 73-85.

6 Zie *Asser/Bartels & Van Mierlo 3-IV* 2013/577, 578 en de in de voorgaande noot genoemde literatuur.

7 Zie bijv. ook art. 4:37j lid 5, 4:45 en 4:71a Wet financieel toezicht (Wft) en de Wet van 23 december 2015 tot wijziging van de Pensioenwet en enige andere wetten in verband met de invoering van een algemeen pensioenfond (Wet algemeen pensioenfond), Stb. 2015, 549. Zie ook *Kamerstukken I/II* 2014/15, 34117.

8 Voor een uitgebreide bespreking van het wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2016 zie E.W. Kuijper, 'De Ontwerpregeling ter bescherming van derivatenbeleggers tegen faillissement van de tussenpersoon nader beschouwd', *O&F* 2014-4, p. 11-23 ("Kuijper 2014"); W.A.K. Rank, 'Segregatie en portabiliteit: de Wge als panacee voor MiFID en EMIR', *MvV* 2014, p. 214-223 ("Rank 2014"); A. Schouten, 'De bescherming van derivatenbeleggers tegen het faillissement van hun tussenpersoon: de oplossing is nabij', *FR* 2014, p. 399-406 ("Schouten 2014"). Zie ook M.G.C.M. Peeters & W.A.K. Rank, 'Bescherming van rechten van derivatenclënten bij insolventie van een intermediair', in: S.E. Bartels e.a., *Effecten en vermogensrecht*, Deventer: Kluwer 2011, p. 137-176 ("Peeters & Rank 2011").

9 Althans, strikt genomen verliest men bij oneigenlijke vermenging zijn eigendomsrecht niet, maar slaagt de vordering tot revindicatie niet wegens een bewijsprobleem.

10 *Asser/Bartels & Van Mierlo 3-IV* 2013/579-580; HR 12 januari 1968, (Teixeira de Mattos); *Kamerstukken II* 1975/76, 13780, nr. 3 (MvT), p. 11-13.

11 *Kamerstukken II* 1975/76, 13780, nr. 3 (MvT), p. 23-24.

12 Sinds invoering van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht (Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid, Stb. 2012, 299) is een blokkeringsregeling voor de BV niet meer verplicht. Aandelen in een BV die ingevolge de statuten vrij overdraagbaar zijn, kunnen in het Wge-systeem opgenomen worden, zie art. 8a Wge, art. 2:195 BW en M.T.A. Lumeij-Doerenbos, 'De Beurs-BV: kans of utopie?', *FR* 2012, p. 413-424.

naam) onderdeel uitmaken van het systeem van giraal effectenverkeer.¹³

Vermogensscheiding is een manier om beleggers te beschermen tegen het risico dat degene bij wie ze hun effecten in bewaring hebben gegeven insolvent raakt en zij hun effecten verliezen, ook wel het *intermediary risk* genoemd.¹⁴ Verschillende varianten van vermogensscheiding zijn denkbaar: een constructie waarin een aparte rechtspersoon wordt opgericht voor de bewaring van effecten, een systeem waarin een afgescheiden vermogen bestaat en een oplossing die uitgaat van mede-gerechtigdheid, oftewel de gemeenschapsfiguur.¹⁵ De wetgever heeft voor het systeem van giraal effectenverkeer uit de Wge gekozen voor de oplossing van de gemeenschapsfiguur. De beleggers worden daarmee deelgenoten in een gemeenschap waartoe 'hun' effecten behoren.¹⁶

Sterk vereenvoudigd weergegeven houdt dit het volgende in. De beleggers verkrijgen een aandeel in het zogenoemde 'verzameldepot' dat correspondeert met één of meer effecten van de in dat depot gehouden soort. Het verzameldepot wordt gehouden door de intermediair (bijvoorbeeld een bank) en bestaat (onder andere)¹⁷ uit effecten van dezelfde soort die de intermediair bewaart en het aandeel dat op naam van de intermediair aan wordt gehouden in het 'girodepot' van het centraal instituut (Euroclear Nederland).

De beleggers worden beschermd tegen faillissement van de intermediair waarbij zij hun effectenrekening aanhouden, doordat de effecten buiten het vermogen van die intermediair vallen, nu de effecten aan de beleggers in gemeenschap toebehoren.

In de rechtsliteratuur is erop gewezen dat deze gemeenschapsfiguur gekunsteld en verouderd is¹⁸ en is herhaaldelijk gepleit voor toepassing van de figuur van het afgescheiden vermogen.¹⁹ Een afgescheiden vermogen bestaat indien binnen het vermogen van een (rechts)persoon bepaalde goederen worden aangewezen die uitsluitend dienen tot verhaal van bepaalde vorderingen. Er worden als het ware twee (of meer) vermogens die toebehoren aan dezelfde rechthebbende gecreëerd. Het afgescheiden vermogen kent geen algemene regeling en is geen vastomlijnd begrip. Niettemin komt het in het Nederlandse recht op diverse plaatsen voor.²⁰ Met de Wijzigingswet financiële markten 2016 wordt (onder andere) in de Wge een afgescheiden vermogen ingevoerd, ten behoeve van beleggers in derivaten. Achtergrond hiervan is de MiFID-richtlijn, die tot bescherming van beleggers verplicht.²¹

3. Het afgescheiden derivatenvermogen

Derivaten verschillen van de tot dusver in de Wge geregelde 'klassieke effecten' doordat derivaten geen rechten aan toonder of order (goederen in de zin van art. 3:1 BW) zijn, maar *contracten*.²² Het zijn "overeenkomsten waarvan de waarde afhankelijk is van de prijsontwikkeling van een onderliggend instrument, indexcijfer of een financieel kerngetal, zoals een wisselkoers, rentevoet of aandelenkoers."²³ Derivaten bestaan in vele varianten, waarvan de grondvormen termijncontracten (futures en forwards), opties en swaps zijn. Van belang is dat het steeds overeenkomsten

13 *Kamerstukken II* 1999/2000, 27164, nr. 3 (MvT), p. 1, 4. Voorts dienen sinds 2011 toonderstukken belichaamd te zijn in een verzamelbewijs, zie art. 8 en 50d Wge, en is de mogelijkheid van uitlevering van effecten beperkt, art. 26 en 45 Wge, zie G.V. Naber, 'Modernisering van het effectenverkeer? Voorstel tot een beperkte verplichte dematerialisatie van effecten', AA 2010, p. 307-318; P. Heemskerk & B.F.L.M. Schim, 'Het wetsvoorstel tot wijziging van de Wet giraal effectenverkeer', *Ondernemingsrecht* 2009/88; Uniken Venema 2008.

14 Dit *intermediary risk* kan zich niet alleen voordoen bij toondereffecten, zoals in de genoemde Teixeira de Mattos-casus, maar ook bij de sinds 2000 tot het Wge-systeem toegelaten effecten op naam, wanneer zij op naam van de bewaarder zijn gesteld, G.V. Naber & B.A. Schuijling, 'Giraal effectenverkeer na de wijziging van de Wge', *Ondernemingsrecht* 2012/101 ("Naber & Schuijling 2012"), par. 2.1; vgl. HR 23 september 1994, NJ 1996/461 (*Kas-Associatie/Drying*).

15 Asser/Bartels & Van Mierlo 3-IV 2013/578-579; R. Maatman & A. Steneker, *Ringfencing binnen het algemeen pensioenfonds (APF) en andere pensioen-uitvoerders*, Tilburg: Netspar 2015 ("Maatman & Steneker 2015"), p. 40-41. Ook oplossingen die niet gelegen zijn in vermogensscheiding zijn denkbaar, zie Peeters & Rank 2011, p. 153 e.v.

16 Gezien dit systeem pakt de verduidelijking die de wetgever met de Wijzigingswet en *passant* probeert aan te brengen in art. 16 lid 1 Wge (zie MvT, p. 34) ongelukkig uit. In het gewijzigde art. 16 lid 1 Wge wordt bepaald dat een deelgenoot met instemming van de intermediair ook kan beschikken over een gedeelte van een effect. De opzet van de Wge is echter juist dat een deelgenoot *niet* kan beschikken over een effect, alleen over zijn aandeel in het verzameldepot, dat correspondeert met één of meer effecten. (Zie art. 12 Wge; Naber & Schuijling 2012: 'De cliënt verliest de individuele eigendom van zijn effecten, daarvoor in de plaats verkrijgt hij een evenredig aandeel in de effecten in het betreffende verzameldepot (het Wge-aandeel).'; Schim 2006, p. 44, 59-60; C.A.E. Uniken Venema, *Effectengiro-recht in beweging*, Den Haag Boom Juridische uitgeverij 2003 ("Uniken Venema 2003"), p. 5-6, 13-14.) Evenmin kan de deelgenoot beschikken over een aandeel in een afzonderlijk goed uit het verzameldepot, zie art. 16 lid 2 Wge. Het is merkwaardig dat de wettekst komt te luiden dat de deelgenoot kan beschikken over een gedeelte van een *effect*. Bedoeld zal zijn dat hij kan beschikken over zijn *aandeel* in het verzameldepot voor zover dat correspondeert met een gedeelte van een effect.

17 Zie art. 10 Wge. In deze vereenvoudigde weergave ga ik ervan uit dat de intermediair tevens een aangesloten instelling in de zin van art. 1 Wge is. Voor een uitgebreidere uiteenzetting over het systeem van de Wge, zie Naber & Schuijling 2012; Schim 2006; Uniken Venema 2003.

18 Uniken Venema 2009, par. 9.

19 M.P. Van den Hoek, 'Wge moet af van 'mede-eigendom'', *WPNR* 2003, p. 432-438; B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht. Een studie naar enkele goederenrechtelijke aspecten van de Wet giraal effectenverkeer* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006 ("Schim 2006"), p. 127-128, 205-207; C.A.E. Uniken Venema, 'Dematerialisatie van beursgenoteerde effecten', *Ondernemingsrecht* 2008/21 ("Uniken Venema 2008"); C.A.E. Uniken Venema, 'Over afschaffing van toondereffecten en over de beperkte dematerialisatie en enkele andere onderwerpen in het Wge-wijzigingsontwerp 2009', *Ondernemingsrecht* 2009/157 ("Uniken Venema 2009"), par. 9. Vgl. ook de gemeenschapsfiguur (versus het afgescheiden vermogen) bij kwaliteitsrekeningen, zie Asser/Bartels & Van Mierlo 3-IV 2013/574, 578; N.E.D. Faber, 'Eigendom ten titel van beheer, kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen', in: D.J. Hayton e.a., *Vertrouwd met de trust. Trust and trust-like arrangements*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1996, p. 195-262 ("Faber 1996"), p. 212; A. Steneker, *Kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen*, Deventer: Kluwer 2005 ("Steneker 2005"), p. 253-254, 290-291; vgl. J.J. van Hees, 'De balans van de kwaliteitsrekening', in: N.E.D. Faber e.a. (red.), *Fiduciaire verhoudingen. Libellus amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann*, Deventer: Kluwer 2007, p. 73-85.

20 Faber 1996; Maatman & Steneker 2015, p. 41; Steneker 2005, hoofdstuk 4.

21 Art. 13 lid 7 *Markets in Financial Instruments Directive*: Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten (...) (*PbEU* 2004, L 145/1); *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, nr. 3 ("MvT"), p. 2.

22 Zie voor meer informatie over de structuur van derivaten en hoe zij verhandeld worden: K.W.H. Broekhuizen & M.G.C.M. Peeters, *GS Toezicht financiële markten*, art. 1:1 Wft, aant. 221.7 (online, laatst bijgewerkt op 1 mei 2010); Peeters & Rank 2011, p. 142-153.

23 Rank 2014, p. 215.

betreft, waaruit zowel rechten als verplichtingen kunnen voortvloeien.²⁴ Bij de 'handel' in derivaten gaat het in werkelijkheid dus niet om koop en verkoop van een goed, dat vervolgens wordt overgedragen, zoals bij 'klassieke effecten', maar om het tot stand komen van derivatencontracten. De rechten en verplichtingen die voortvloeien uit het derivatencontract worden in de nieuwe regeling in de Wge samen 'posities' genoemd.²⁵

De Wijzigingswet beoogt "alle derivatenposities die een bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling ten behoeve van haar cliënten aangaat met een derde, af [te] scheiden van het vermogen van de betreffende instelling."²⁶ Deze afgescheiden derivatenposities worden in de gewijzigde Wge het 'derivatenvermogen' genoemd, zie de art. 49f e.v. Wge. Het derivatenvermogen dient, in afwijking van art. 3:276 BW, uitsluitend tot voldoening van de vorderingen van de cliënt op de tussenpersoon uit hoofde van het met behulp van de tussenpersoon aangegane derivatencontract.²⁷

Hierbij kan het om twee situaties gaan: het geval waarin de tussenpersoon een derivatencontract met een cliënt is aangegaan en dit *back-to-back* afdekt door een spiegelbeeldig derivatencontract met een derde aan te gaan; en het geval waarin de tussenpersoon als lasthebber voor de cliënt op eigen naam een derivatencontract aangaat met een derde.²⁸ Voorts kan al dan niet sprake zijn van beurshandel en van *clearing*. Bij *clearing* treedt een centrale tegenpartij als wederpartij (van de tussenpersoon) op. Ook *clearing* kan op verschillende wijzen geschieden.²⁹ Er zijn dus in de derivatenhandel vele wegen die naar Rome leiden, maar alle situaties waarin de tussenpersoon een positie *voor rekening en risico van de cliënt* aangaat, vallen onder de reikwijdte van de nieuwe regeling. Gaat de 'tussenpersoon' daarentegen *niet als tussenpersoon*, maar *voor eigen rekening en risico* een derivatencontract aan met een cliënt, en dekt de tussenpersoon het risico af met een spiegelbeeldig derivaat met een derde, dan valt dit niet onder de reikwijdte van de regeling.³⁰

Beslag op het derivatenvermogen is 'niet toegelaten'.³¹ Het derivatenvermogen blijft buiten het faillissement van de tussenpersoon, zo volgt uit de memorie van toelichting.³² Desalniettemin is in de gewijzigde Wge een regeling op-

genomen voor het geval de tussenpersoon failliet wordt verklaard.³³ Deze regeling is niet eenvoudig leesbaar.³⁴ Met behulp van de memorie van toelichting wordt echter duidelijk dat de regeling op het volgende neerkomt. Er wordt uitgegaan van overdracht van de derivatenportefeuille aan een andere tussenpersoon. De term 'overdracht' is niet helemaal gelukkig, nu een derivatenportefeuille geen goed is in de zin van art. 3:1 BW en dus ook niet als zodanig overgedragen kan worden in de zin van art. 3:84 BW. Om te bewerkstelligen dat de portefeuille wordt 'overgedragen', zal gebruik worden gemaakt van contractsoverneming of contractsvernieuwing.³⁵ De curator is gehouden om aan deze overdracht mee te werken, zoals voorzien in de EMIR-verordening.³⁶ Is (na overdracht)³⁷ het derivatenvermogen niet voldoende om de vordering(en) van de cliënt(en) te voldoen, dan kunnen de restantvorderingen van de cliënten nog ter verificatie worden ingediend in het faillissement van de oorspronkelijke tussenpersoon.³⁸

Ook kunnen cliënten vorderingen hebben op de tussenpersoon, die niet in de overdracht van de portefeuille zijn betrokken, bijvoorbeeld omdat de positie is beëindigd. Deze vorderingen kunnen eveneens ter verificatie worden ingediend.³⁹ Op het geval dat geen overdracht van de portefeuille tot stand komt, om welke reden dan ook, wordt in de memorie van toelichting slechts zijdelings ingegaan.⁴⁰ Ook in dat geval kan mijns inziens worden teruggevallen op de bepalingen die inhouden dat het derivatenvermogen uitsluitend strekt tot voldoening van genoemde vorderingen,

24 K.W.H. Broekhuizen & M.G.C.M. Peeters, *GS Toezicht financiële markten*, art. 1:1 Wft, aant. 221.7.1 (online, laatst bijgewerkt op 1 mei 2010); Kuijper 2014, p. 11; Rank 2014, p. 215; R.M. Wibier, 'Opties en andere derivaten in het vermogensrecht', in: S.E. Bartels e.a., *Effecten en vermogensrecht*, Deventer: Kluwer 2011, p. 323-339 ("Wibier 2011").

25 Zie in meer detail Kuijper 2014.

26 MvT, p. 4.

27 Oftewel, tot voldoening van de vorderingen voortvloeiend uit de 'cliëntposities', zie MvT, p. 4-5, 36-41; art. 49g lid 1 jo. 49f Wge.

28 Kuijper 2014, p. 16-18; MvT, p. 5, 36-40.

29 Zie Peeters & Rank 2011, p. 145-153; Wibier 2011; B.J.A. Zebregs, *Effecten en derivatenclearing*, Amsterdam: NIBE-SVV 2013 ("Zebregs 2013"), hoofdstuk 2.

30 MvT, p. 5, 20, 36-39.

31 Art. 49g lid 6 Wge. Hoewel de tekst van dit artikelid ('beslag onder een tussenpersoon op het derivatenvermogen') niet eenduidig is, volgt uit de memorie van toelichting dat hiermee wordt bedoeld beslag door een schuldeiser van de tussenpersoon op vermogensbestanddelen van de tussenpersoon die deel uitmaken van het derivatenvermogen, zie MvT, p. 40, 42.

32 MvT, p. 6, 40.

33 Voor het faillissement van het afgescheiden derivatenvermogen is geen regeling getroffen. Het is de vraag of een afzonderlijk faillissement van dit afgescheiden vermogen mogelijk is, zoals dit bijvoorbeeld bij de vof het geval is, zie HR 6 februari 2015, ECLI:NL:HR:2015:251. Vgl. over dit onderwerp Maatman & Steneker 2015, p. 54-56.

34 Dit komt doordat: 1) de regeling uitgaat van 'posities' in plaats van het gebruikelijke vermogensrechtelijke begrippenkader; 2) de regeling uitgaat van overdracht van de derivatenportefeuille (waarin zowel rechten als verplichtingen vallen; in terminologie van de wet gaat het om zowel cliëntposities als corresponderende posities, zie de art. 49h lid 2 en 3 jo. 49f Wge) aan een andere tussenpersoon, terwijl de regeling er tevens van uitgaat dat een cliënt in geval van faillissement van de tussenpersoon zijn vordering(en) uit hoofde van genoemde positie(s) voldoet uit het derivatenvermogen (zie art. 49h lid 7 Wge). Dit laatste valt op het eerste gezicht niet te rijmen met een overdracht van de derivatenportefeuille, waardoor de cliënt juist een vordering op de nieuwe tussenpersoon, in plaats van op de oude (gefaillieerde) krijgt.

35 Zie Schouten 2014, p. 401; Zebregs 2013, p. 280. De wet hanteert de term 'overdracht' en daarom doe ik dat hier ook.

36 Art. 49h lid 2 (zie ook lid 3) Wge; art. 48 lid 5 en 6 *European Market Infrastructure Regulation: Verordening (EU) nr. 648/2012* van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters.

37 Dit impliceert dat 'het afgescheiden zijn' van het vermogen na overdracht aan een andere tussenpersoon twee kanten op werkt: niet alleen dient het derivatenvermogen uitsluitend tot voldoening van bepaalde vorderingen, maar die vorderingen kunnen ook niet worden verhaald op het overige vermogen van de nieuwe tussenpersoon. Dit lijkt althans de visie van de wetgever te zijn, zie het voorbeeld in de MvT, p. 45-46.

38 Art. 49h lid 7 Wge; MvT, p. 43-47.

39 Uit MvT, p. 43 blijkt dat cliënten de mogelijkheid hebben hun derivatenpositie te beëindigen, en dat de daaruit voortvloeiende rechten en verplichtingen niet in de overdracht betrokken zijn. Zie ook art. 49g lid 3-5, MvT, p. 40-41, waarin een regeling is getroffen voor verhaal van vorderingen die voortvloeien uit de beëindiging van posities. Deze vorderingen kunnen op het overige (d.w.z.: niet-derivaten)vermogen van de tussenpersoon worden verhaald.

40 Kuijper 2014, p. 15. MvT, p. 7 gaat kort op deze situatie in.

en dat voor zover het derivatenvermogen niet toereikend is, vorderingen ter verificatie in het faillissement van de tussenpersoon kunnen worden ingediend.⁴¹

Duidelijk is dat voor succes van deze regeling een deugdelijke administratie door de tussenpersoon van groot belang is. Alleen via de administratie kan immers bepaald worden wat in het derivatenvermogen valt.⁴² Met Wijzigingswet worden dan ook verplichtingen aan de tussenpersoon opgelegd die moeten leiden tot een adequate administratie.⁴³

4. De Wge als inconsistente vergaarbak

Het is opmerkelijk dat voor bescherming van derivatenbeleggers wordt gekozen voor de constructie van een afgescheiden vermogen én voor plaatsing van de regeling daarvan in de Wge. Voor de andere, reeds bestaande, beleggersbescherming die in de Wge te vinden is, is immers juist niet voor het afgescheiden vermogen, maar voor de gemeenschapsconstructie gekozen. Ook bij de kwaliteitsrekeningen van notarissen en deurwaarders heeft de wetgever gekozen voor de gemeenschapsfiguur.⁴⁴ Voor die gevallen is in de literatuur bepleit dat de figuur van het afgescheiden vermogen de voorkeur verdient.⁴⁵

De hier besproken wetswijziging is met die voorkeur in lijn, maar de wetgever heeft de kans niet aangegrepen om ook de bestaande beleggersbescherming uit de Wge op dezelfde leest te schoeien.⁴⁶ Dat had gekund in het kader van de algehele herziening van de Wge die in 2000 door de wetgever is toegezegd.⁴⁷ Vanuit praktisch oogpunt is het begrijpelijk dat daar niet voor is gekozen; de bestaande regeling van de Wge functioneert en het funderen van de bestaande be-

scherming uit de Wge op een geheel andere grondslag zou heel wat voeten in de aarde hebben.⁴⁸

De Wge wordt nu echter wel een allegaartje. Niet alleen omdat voor derivaten gebruik wordt gemaakt van een afgescheiden vermogen en voor andere effecten van de gemeenschapsfiguur, maar ook omdat derivaten niet onder het girale systeem van de Wge worden gebracht. De regeling van het derivatenvermogen heeft dus niets van doen met de tot dusver in de Wge geregelde onderwerpen, behalve de beschermingsdoelstelling. In andere literatuur is er ook al op gewezen dat plaatsing van deze regeling in de Wge merkwaardig is.⁴⁹

Uiteraard zijn dit soort dogmatische en systematische teleurstellingen overkomelijk, en is het een goede zaak dat uitvoering wordt gegeven aan de verplichting tot bescherming van derivatenbeleggers die de MiFID oplegt. In hoeverre die bescherming afdoende is, zal in de praktijk moeten blijken. Het is vanuit algemeen vermogensrechtelijk perspectief vooral interessant dat weer een afgescheiden vermogen – met zoveel woorden – in de wet wordt opgenomen. Inmiddels is de figuur van het afgescheiden vermogen in de Wft toegepast,⁵⁰ en wordt hij nu ingevoerd voor de bescherming van derivatenbeleggers. Ook in de Wet algemeen pensioenfonds is de figuur als oplossing door de wetgever gekozen.⁵¹ Terwijl bij de totstandkoming van de Wge en later bij de regeling van de kwaliteitsrekeningen in de wet gekozen werd voor de gemeenschapsfiguur, lijkt de wetgever tegenwoordig het afgescheiden vermogen te verkiezen.⁵² Telkens is het afgescheiden vermogen echter *ad hoc* in de wet geregeld, waarbij in ieder geval de hier besproken nieuwe regeling in de Wge vanuit civielrechtelijk oogpunt niet eenvoudig te doorgronden is en niet de schoonheidsprijs verdient. Dit roept (wederom)⁵³ de vraag op of het niet tijd wordt voor een algemene regeling van het afgescheiden vermogen.

41 Vgl. MvT, p. 7.

42 MvT, p. 6.

43 MvT, p. 11-12.

44 Art. 25 lid 3 van de Wet op het notarisambt en art. 19 lid 3 van de Gerechtsdeurwaarderswet.

45 M.P. Van den Hoek, 'Wge moet af van 'mede-eigendom'', WPNR 2003, p. 432-438; B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht. Een studie naar enkele goederenrechtelijke aspecten van de Wet giraal effectenverkeer* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006 ('Schim 2006'), p. 127-128, 205-207; C.A.E. Uniken Venema, 'Dematerialisatie van beursgenoteerde effecten', *Ondernemingsrecht* 2008/21 ('Uniken Venema 2008'); C.A.E. Uniken Venema, 'Over afschaffing van toondereffecten en over de beperkte dematerialisatie en enkele andere onderwerpen in het Wge-wijzigingsontwerp 2009', *Ondernemingsrecht* 2009/157 ('Uniken Venema 2009'), par. 9. Vgl. ook de gemeenschapsfiguur (versus het afgescheiden vermogen) bij kwaliteitsrekeningen, zie *Asser/Bartels & Van Mierlo 3-IV* 2013/574, 578; N.E.D. Faber, 'Eigendom ten titel van beheer, kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen', in: D.J. Hayton e.a., *Vertrouwd met de trust. Trust and trust-like arrangements*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1996, p. 195-262 ('Faber 1996'), p. 212; A. Steneker, *Kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen*, Deventer: Kluwer 2005 ('Steneker 2005'), p. 253-254, 290-291; vgl. J.J. van Hees, 'De balans van de kwaliteitsrekening', in: N.E.D. Faber e.a. (red.), *Fiduciaire verhoudingen. Libellus amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann*, Deventer: Kluwer 2007, p. 73-85.

46 Andersom is ook denkbaar de bescherming van derivatenbeleggers in te passen in de bestaande (gemeenschaps)structuur van de Wge, zie hierover A.A. van Angeren & R.K. Bonhof, 'Vermogensscheiding voor derivaten – lastig maar niet onmogelijk', in: F.G.B. Graaf e.a. (red.), *Lustrumbundel 2012. Vereniging voor effectenrecht. Gedurfde essays over financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer 2012, p. 231-246.

47 *Kamerstukken II* 1999/2000, 27164, nr. 5, p. 1. Inmiddels zijn delen van die herziening al door middel van afzonderlijke wetswijzigingen doorgevoerd.

48 Vgl. Uniken Venema 2009, par. 9.

49 Kuijper 2014, p. 15; Rank 2014, p. 222; Schouten 2014, p. 404. De wetgever acht het voor de hand liggend om de regeling van het afgescheiden vermogen in de Wge op te nemen, omdat een parallel te trekken is tussen de rol van een intermediair bij effecten en een tussenpersoon bij derivaten. Naamswijziging van de Wge of het opnemen van de regeling in een andere wet acht de wetgever niet wenselijk: MvT, p. 3-4.

50 Art. 4:37j lid 5, 4:45 en 4:71a Wft.

51 Wet algemeen pensioenfonds, *Stb.* 2015, 549, zie ook *Kamerstukken I/II*, 2014/15, 34117.

52 Vgl. Steneker 2005, p. 276: "De figuur van het afgescheiden vermogen wordt in de loop van de tijd steeds vaker erkend."

53 Zie onder andere F.E.J. Beekhoven van den Boezem, 'Recht- en forumshopping in de internationale bedrijfsfinancieringspraktijk bezien vanuit Nederlands perspectief', in: *Forumshopping. Preadviezen Nederlandse Vereniging voor Burgerlijk Recht* 2014, Zutphen: Uitgeverij Paris 2014, p. 7-58, in het bijzonder p. 47-51; Steneker 2005, p. 254-255, 275-280; Chr. M. Stokkermans, 'De CV komt weer tot bloei!', WPNR 2015, p. 576-587.